

PENGUATAN IKNB MELALUI PEMBANGUNAN INFRASTRUKTUR PERUMAHAN BERBASIS PASAR MODAL

Tim Riset SMF

Abstrak

Pembangunan infrastruktur merupakan salah satu aspek penting dalam mempercepat pembangunan nasional. Kebutuhan tersebut didorong antara lain oleh tingginya pertumbuhan penduduk yang pada akhirnya memunculkan kebutuhan akan infrastruktur, salah satunya adalah infrastruktur perumahan. Namun, perbankan sebagai salah satu sektor pembiayaan yang diharapkan dapat memenuhi kebutuhan dana mengalami kendala mismatch sehingga penyaluran pembiayaan bagi kebutuhan perumahan belum optimal.

Paper ini akan menyajikan alternatif strategi pendanaan jangka panjang yang berasal dari pasar modal melalui mekanisme sekuritisasi aset KPR.

Kata kunci: infrastruktur perumahan, mismatch pendanaan, sekuritisasi aset KPR.

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Tidak dapat dipungkiri bahwa infrastruktur merupakan salah satu penentu kemajuan ekonomi di Indonesia meskipun pada kenyataannya pemerintah masih berfokus kepada hal lain yang dinilai lebih mendesak seperti struktur APBN, kestabilan nilai tukar dan ekonomi secara keseluruhan. Salah satu kebutuhan infrastruktur yang menjadi kebutuhan dari setiap masyarakat adalah infrastruktur perumahan. Data BPS tahun 2015 mencatat bahwa sebanyak 11,7 juta rumah tangga berstatus tidak memiliki rumah. Jumlah inilah yang sering dikenal sebagai *backlog* perumahan dan menjadi sasaran pemerintah untuk dapat dipenuhi kebutuhannya dalam rangka peningkatan kualitas hidup masyarakat. Dari dana yang dialokasikan sebesar Rp328 triliun untuk sektor infrastruktur sesuai RPJMN 2015-2019, penyumbang anggaran terbesar adalah APBN sebesar Rp184 triliun (56,1%), APBD sebesar Rp44 triliun (13,4%), BUMN sebesar Rp13 triliun (4%), dan swasta sebesar Rp87 triliun (26,5%).

Masalah yang terjadi dalam pembiayaan perumahan antara lain kemampuan daya beli masyarakat, terutama masyarakat berpenghasilan rendah (MBR) yang masih rendah

(*affordability*), ketersediaan dana maupun pola/skema untuk bantuan pembiayaan perumahan bagi MBR masih terbatas (*availability*), akses MBR ke sumber pembiayaan perumahan (lembaga keuangan) untuk mendapat kredit kepemilikan rumah (KPR) masih terbatas (*accessibility*), serta sumber dana pembiayaan perumahan yang masih bersifat jangka pendek sehingga tidak dapat berkelanjutan untuk KPR yang bersifat jangka panjang (*sustainability*).

Adanya *maturity mismatch* menyebabkan KPR sebagai alternatif utama pembelian rumah oleh masyarakat belum optimal penyalurannya. Terbukti rasio KPR terhadap total kredit masih relatif rendah berkisar di angka 8,2%¹. Perbankan sebagai salah satu lembaga penyalur KPR umumnya menggunakan sumber dana jangka pendek seperti tabungan, giro dan deposito dalam membiayai KPR yang berjangka waktu panjang. Kesenjangan waktu pendanaan dengan jangka waktu kredit tersebut dinamakan *maturity mismatch*. Untuk mengatasi *maturity mismatch* tersebut, maka diperlukan sumber dana jangka menengah atau panjang untuk membiayai KPR sehingga tidak mengganggu likuiditas perbankan.

Pemerintah melalui Perpes Nomor 19 Tahun 2005 mendirikan perusahaan pembiayaan sekunder perumahan dengan misi utama memfasilitasi tersedianya sumber dana jangka menengah atau panjang bagi sektor perumahan. Dalam rangka pemenuhan sumber dana jangka menengah atau panjang kepada lembaga penyalur KPR, perusahaan pembiayaan sekunder perumahan berfungsi mengalirkan sumber dana jangka panjang melalui pasar modal, salah satunya melalui mekanisme sekuritisasi.

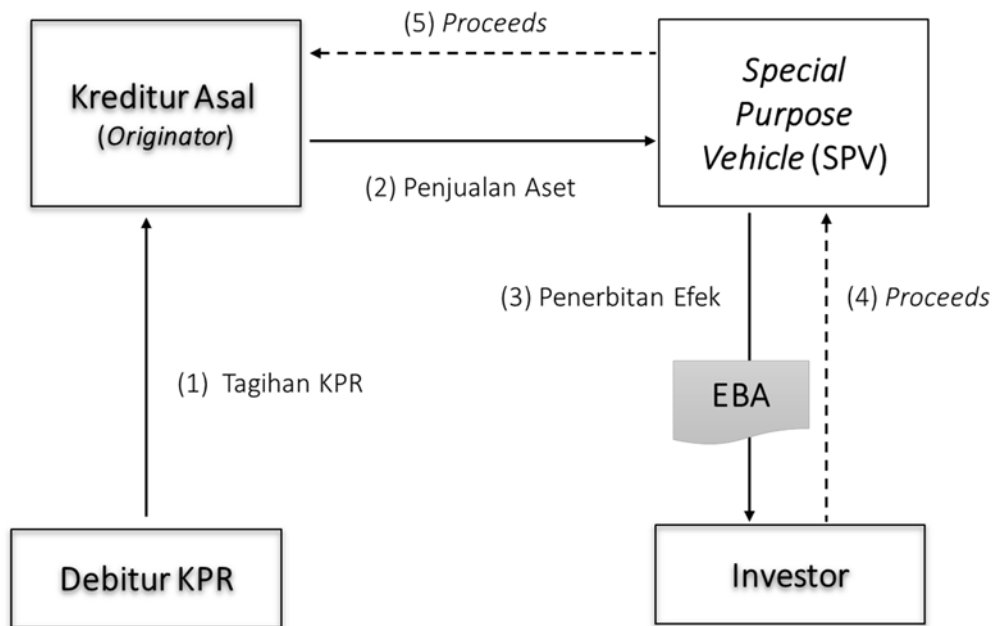
B. Perkembangan Sekuritisasi KPR di Indonesia

Sekuritisasi berawal dari kebutuhan lembaga penyalur KPR atau perbankan akan sumber pendanaan jangka panjang untuk perumahan. Penggunaan dana pihak ketiga perbankan yang memiliki jangka waktu pendek dianggap memiliki kesenjangan untuk membiayai kredit kepemilikan rumah yang berjangka waktu panjang atau disebut *maturity mismatch*. Oleh karena itu, sekuritisasi muncul sebagai alternatif pembiayaan KPR.

Peraturan Presiden No. 19 Tahun 2005 tentang Pembiayaan Sekunder Perumahan mendasari pendirian perusahaan pembiayaan sekunder perumahan dengan kegiatan utama sekuritisasi. Pengertian sekuritisasi aset menurut Peraturan Presiden No. 19 Tahun 2005 tersebut adalah

¹ Statistik Perbankan Indonesia Februari 2017

transformasi aset yang tidak liquid menjadi liquid dengan cara pembelian aset keuangan dari kreditur asal melalui penerbitan Efek Beragun Aset (EBA). Aset yang disekuritisasi harus memenuhi beberapa syarat, antara lain: tingkat gagal bayar rendah, amortisasi seluruh pinjaman pokok saat jatuh tempo, pola pembayaran mudah diprediksi, dan waktu jatuh tempo minimal satu tahun. Originator menjual aset keuangan yang dapat memberikan pendapatan kepada SPV. Selanjutnya, SPV mengelompokkan aset keuangan tersebut ke dalam kumpulan aset dan melakukan *credit enhancement* untuk meningkatkan kualitas rating aset tersebut. Setelah mendapatkan rating dari lembaga pemerintah, SPV kemudian menerbitkan surat berharga untuk membiayai pembelian aset tersebut. melakukan transfer aset berupa Mekanisme sekuritisasi dijelaskan dalam bagan berikut:



Gambar 1.1 : Mekanisme Sekuritisasi Aset

Pada awalnya EBA hanya dapat diterbitkan oleh Manajer Investasi melalui skema Kontrak Investasi Kolektif (KIK) sesuai Peraturan Bapepam Nomor IX.K.1. Penerbitan EBA dengan skema KIK-EBA merupakan kontrak antara Manajer Investasi dan Bank Kustodian yang mengikat EBA dimana Manajer Investasi diberi wewenang untuk mengelola portofolio investasi kolektif dan Bank Kustodian diberi wewenang untuk melaksanakan penitipan kolektif seperti halnya reksadana. Saat itu, penerbit KIK EBA sekaligus Manajer Investasi adalah PT Danareksa

Investment Management. Sekuritisasi aset untuk kredit pemilikan rumah (KPR) di Indonesia pertama kali dilakukan pada bulan Februari 2009 oleh BTN dengan skema Kontrak Investasi Kolektif Beragun Aset (KIK-EBA). Nilai penerbitan sebesar Rp111 miliar dengan tingkat bunga 13%. Skema KIK-EBA terus digunakan dalam sekuritisasi aset hingga tahun 2014 dengan akumulasi penerbitan sebesar Rp5,455 triliun. Kemudian pada tanggal 19 November 2014, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) mengeluarkan peraturan POJK Nomor 23/POJK.04/2014 tentang Pedoman Penerbitan dan Pelaporan Efek Beragun Aset berbentuk Surat Partisipasi dalam Rangka Pembiayaan Sekunder Perumahan. Terbitnya peraturan OJK tersebut sekaligus menjadi pedoman bagi perusahaan pembiayaan sekunder perumahan dalam menerbitkan Efek Beragun Aset berbentuk Surat Partisipasi (EBA-SP) untuk sekuritisasi. Sejak adanya regulasi tersebut, EBA-SP hanya dapat diterbitkan oleh perusahaan pembiayaan sekunder perumahan.

EBA-SP pertama kali diterbitkan pada tanggal 27 November 2015 dengan nominal penerbitan sebesar Rp200 miliar yang terbagi menjadi kelas A dan kelas B. EBA kelas A memiliki jumlah pokok sebesar Rp181,6 miliar dengan tingkat bunga sebesar 8,6% yang akan jatuh tempo tanggal 7 Maret 2022. EBA-SP pertama tersebut merupakan hasil sekuritisasi tagihan KPR BTN, sementara perusahaan pembiayaan sekunder perumahan berperan sebagai penerbit sekaligus penata sekuritisasi (*arranger*), pendukung kredit, dan investor.

Sejak tahun 2009 hingga April 2017, telah terdapat 11 kali penerbitan EBA dengan akumulasi penerbitan sebesar Rp8,155 triliun. Bank BTN telah membukukan 10 sekuritisasi, tujuh diantaranya berbentuk KIK EBA dan sisanya adalah EBA-SP. Sedangkan Bank Mandiri pertama kali melakukan sekuritisasi pada tahun 2016.

Produk EBA-SP merupakan instrumen baru pasar modal di Indonesia. Hadirnya EBA-SP juga menjadi bukti komitmen pemerintah untuk mendorong sektor riil infrastruktur perumahan melalui penciptaan mekanisme pendanaan yang berorientasi pada kebutuhan pasar. EBA-SP memiliki beberapa benefit bagi investor, diantaranya rendahnya *default rate* karena terbaginya aset piutang ke dalam banyak debitur (diversifikasi aset piutang), profil rating yang tinggi (AAA) dapat meningkatkan portofolio investasi secara keseluruhan, investasi dengan klaim langsung pada aset yang menjadi *underlying* EBA-SP, dan diversifikasi instrumen investasi.

C. Investasi Efek Beragun Aset Berbentuk Surat Partisipasi

Efek Beragun Aset (EBA) di pasar modal Indonesia ada dua macam:

1. EBA arus kas tetap, yakni efek beragun aset yang memberikan pemegangnya penghasilan tertentu seperti kepada pemegang efek bersifat hutang
2. EBA arus kas tidak tetap, yakni efek beragun aset yang menjanjikan pemegangnya suatu penghasilan tidak tertentu seperti kepada pemegang efek bersifat ekuitas.

EBA-SP terbentuk melalui proses sekuritisasi aset, yaitu transformasi aset keuangan yang tidak likuid menjadi efek likuid yang mudah diperdagangkan di pasar modal. Dalam sekuritisasi perlu adanya suatu aset yang menjadi tagihan. Tagihan yang akan dijual kepada penerbit tersebut berasal dari kontrak tertentu yang dibuat oleh originator (kreditur asal) dengan debitur. Bagi kreditur asal, sekuritisasi dapat meningkatkan likuiditas karena penyalur KPR dapat memperoleh dana segar untuk likuiditasnya tanpa harus menunggu sampai KPR-nya dilunasi oleh debitur. Sedangkan bagi investor, EBA-SP merupakan instrumen pasar modal yang aman dan arus kas yang relatif dapat diperkirakan karena berasal dari tagihan yang dibayar secara periodik oleh debitur dari kreditur asal.

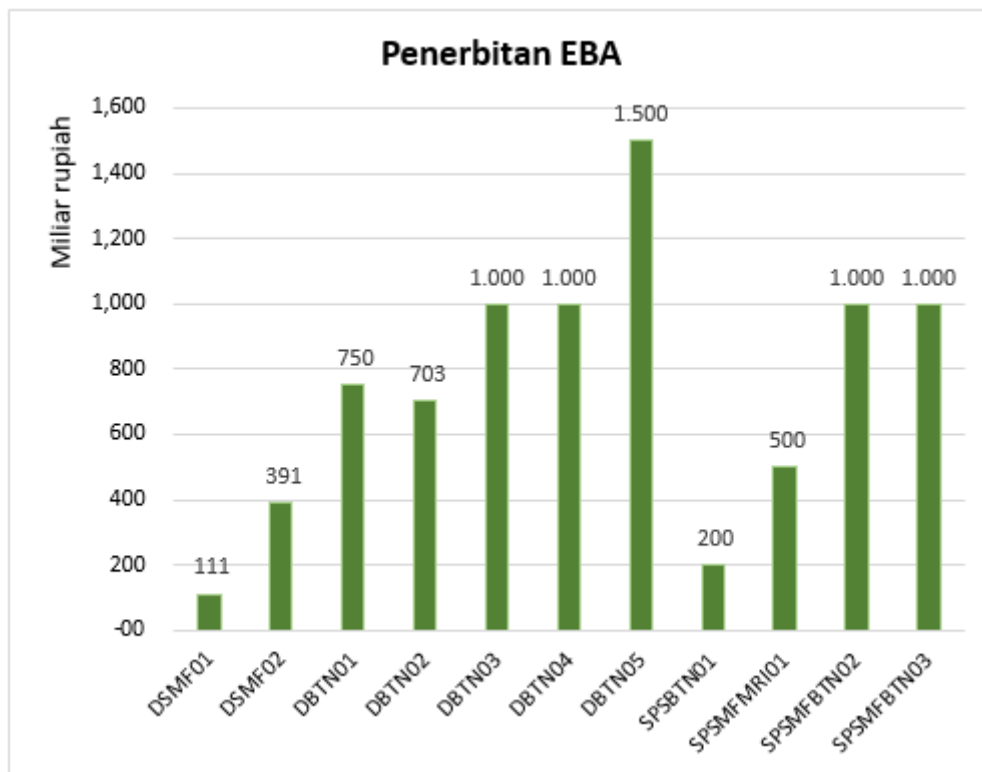
Kualitas aset terjamin karena kriteria seleksi yang sangat ketat antara lain rasio LTV yang relatif rendah, pembayaran angsuran KPR oleh debitur lancar, dan KPR debitur telah tercatat dalam pembukuan kreditur asal selama periode tertentu. Selain itu, untuk meningkatkan kualitas kredit atas aset yang disekuritisasi, EBA-SP memiliki bentuk sarana peningkatan kredit (*credit enhancement*). *Credit enhancement* tersebut berbentuk antara lain:

1. Struktur subordinasi, dimana subordinasi ini dimiliki oleh kelas A atau disebut juga dengan *over-collateralisation*. Alokasi kerugian pertama ditanggung oleh EBA-SP kelas B. Penentuan porsi subordinasi dilakukan berdasarkan risiko kredit dan risiko bencana alam;
2. Pembayaran pokok sesuai penerimaan pokok dari kumpulan tagihan dimana kelas A akan memperoleh pembayaran terlebih dahulu dan pembayaran kelas B dilakukan setelah kelas A terbayar penuh;
3. Rekening cadangan, yaitu penyediaan kas setara pembayaran bunga untuk kelas A dan biaya-biaya senior selama 3 bulan. Rekening cadangan ini akan turun setiap kuartal sesuai turunnya saldo KPR;
4. Rekening dana transisi penyedia jasa yang dicadangkan di muka untuk digunakan dalam hal terjadi penggantian penyedia jasa.

Berdasarkan struktur dan sarana peningkatan kredit yang ada, keberadaan EBA-SP menjadi pilihan investasi yang menarik untuk diversifikasi portofolio investor. EBA-SP memiliki peringkat

AAA sehingga merupakan produk investasi yang berkualitas tinggi di pasar modal Indonesia. Selain itu, dengan adanya struktur subordinasi memberikan pilihan bagi investor. Investor yang ingin melakukan proteksi terhadap asetnya pada efek yang berperingkat tinggi, EBA-SP menawarkan kelas senior atau kelas A. Sedangkan bagi investor yang ingin mencari imbal hasil yang tinggi, investor dapat berinvestasi dengan EBA-SP kelas junior atau EBA-SP kelas B.

Sejak tahun 2009 hingga April 2017, telah terdapat 11 kali penerbitan EBA dengan akumulasi penerbitan sebesar Rp8,155 triliun. Penerbitan EBA KPR di Indonesia relatif meningkat seperti pada grafik berikut:



Gambar 1.2 : Penerbitan EBA KPR

Kepemilikan EBA-SP masih dipegang oleh investor institusi seperti Dana Pensiun, Taspen, BPJS, dan asuransi. Namun, meskipun menawarkan beberapa keunggulan, penempatan dana untuk investasi EBA-SP oleh investor institusi tersebut masih sangat sedikit dilihat dari sisi volume. Data berikut dapat menunjukkan bahwa saham dan obligasi pemerintah masih menjadi pilihan utama penempatan dana oleh investor institusi. Sedangkan alokasi EBA-SP hanya sekitar 0,10% - 0,35% dari total dana investasi institusi.

Tabel 1.1 : Penempatan Dana Investasi 2016

Institusi	Saham	Deposito	Reksadana	EBA	Sukuk dan Obligasi	SBN	Lainnya
BPJS-TK	22,16%	19,43%	8,58%	0,08%	20,12%	28,64%	0,99%
Asuransi	22,44%	15,20%	16,82%	0,15%	12,48%	28,03%	4,89%
Taspen	1,58%	14,46%	0,17%	0,33%	29,16%	34,74%	19,57%
Dana pensiun	15,82%	25,55%	6,09%	0,28%	22,01%	23,75%	6,50%

* Termasuk komponen lainnya : investasi langsung, SBI, MTN, dan property

Rendahnya tingkat investasi produk EBA-SP disebabkan karena *yield/return* masih merupakan prioritas utama pemegang dana dalam menentukan portofolio investasinya. Terlebih lagi, dengan terbitnya POJK No 1/POJK.05/2016 tentang Investasi Surat Berharga Negara bagi Lembaga Jasa Keuangan yang mengharuskan sekurang-kurangnya 20%-30% portofolio investasi pemegang dana asuransi & dana pensiun dialokasikan untuk membeli SBN menyebabkan produk EBA-SP di pasar modal semakin ketat bersaing.

Penentuan *yield* EBA-SP sendiri masih didasarkan pada suku bunga pasar. Oleh karena itu, restrukturisasi EBA-SP dipandang perlu dilakukan agar *yield* yang diperoleh investor lebih tinggi, sehingga bersaing dengan instrumen pasar modal lainnya.

PEMBAHASAN

A. Preferensi Investor Efek Beragun Aset

Saat ini, umumnya investor efek beragun aset (EBA) adalah asuransi dan dana pensiun. Hal ini dikarenakan asuransi dan dana pensiun adalah tipe investor yang mengutamakan keamanan dari suatu instrumen investasi. Jenis-jenis investasi yang diizinkan oleh regulator dari asuransi dan

dana pensiun juga diatur secara khusus pada Peraturan Otoritas Jasa Keuangan, dimana investasi dari asuransi dan dana pensiun harus memenuhi kriteria *investment grade*.

Dengan struktur EBA-SP yang ada saat ini, dimana EBA-SP seniornya memiliki *rating* AAA, EBA-SP menjadi salah satu instrumen investasi yang memenuhi kriteria investasi asuransi dan dana pensiun yang ditetapkan Otoritas Jasa Keuangan. Namun, seperti yang telah disampaikan sebelumnya, baru sebagian kecil asuransi maupun dana pensiun yang menempatkan investasinya pada instrumen EBA-SP. Hal ini dikarenakan meskipun memiliki *rating* AAA, EBA-SP terbilang menghasilkan *return* yang kurang kompetitif, dikarenakan sifatnya yang memiliki amortisasi pokok sehingga *return*-nya menjadi tidak maksimal. Sebagai suatu instrumen investasi yang dapat dijadikan instrumen pemenuhan investasi SUN pada dana pensiun, dana pensiun tetap lebih cenderung berinvestasi pada SUN. Hal ini disebabkan oleh SUN memiliki pasar yang lebih aktif dan likuid, sehingga dalam hal sewaktu-waktu dana pensiun memerlukan likuiditas segera, SUN dapat dijual di pasar sekunder dengan lebih mudah.

Oleh karena hal tersebut diatas, diperlukan struktur EBA-SP yang dapat mengakomodir kebutuhan dari asuransi dan dana pensiun dimana suatu instrumen tersebut aman (masih berada dalam *rating investment grade*), namun tetap memberikan *return* yang kompetitif, dan juga likuid di pasar sekunder.

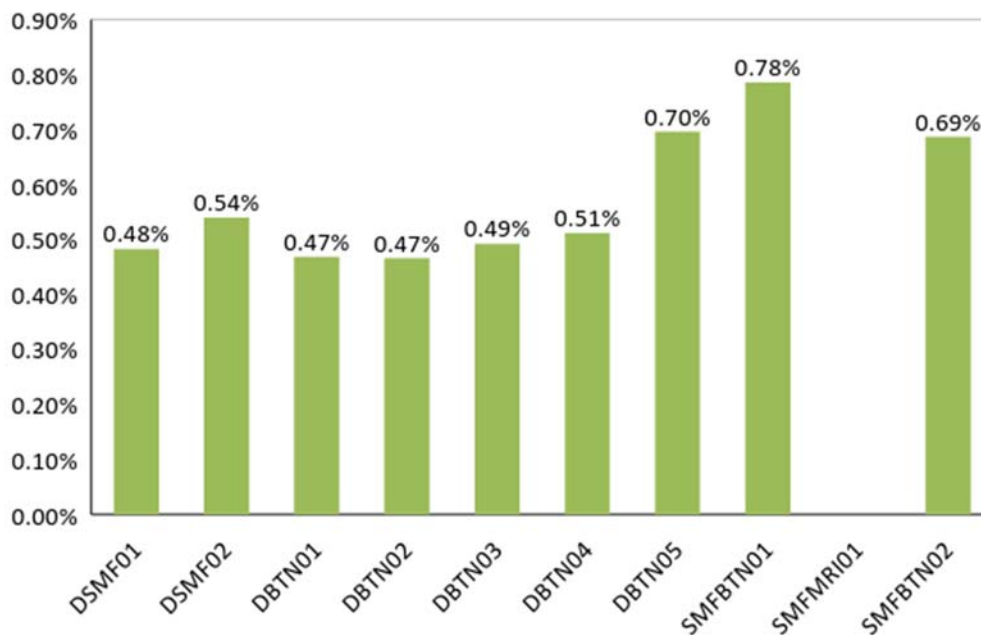
B. Pengembangan Struktur Sekuritisasi KPR

Sampai saat ini, tidak ada peraturan yang secara khusus mengatur tentang minimum *rating* dari suatu EBA-SP, sehingga masih dimungkinkan untuk membentuk struktur EBA-SP yang memiliki *rating* selain AAA, sehingga diharapkan dapat memberikan *return* yang lebih memuaskan investor, namun masih tetap berada dalam *investment grade* agar tetap memberikan rasa aman bagi investor dan masuk dalam kriteria investasi asuransi dan dana pensiun sesuai Peraturan Otoritas Jasa Keuangan.

Sampai saat ini, penerbitan EBA-SP di Indonesia selalu menggunakan struktur dengan dua kelas yakni kelas senior dan kelas junior dimana EBA-SP kelas senior memiliki *rating* AAA dengan imbal hasil tetap, sedangkan disisi lain, EBA-SP kelas junior digunakan sebagai bentuk mitigasi atas risiko EBA-SP kelas senior dan hanya menerima sisa pembayaran atas EBA-SP kelas senior, sehingga EBA kelas junior memiliki pendapatan yang tidak tetap dan bersifat ekuitas dan pada umumnya, EBA kelas junior tidak di-*rating*. Struktur EBA yang saat ini dianggap masih

belum sepenuhnya menjawab apa yang menjadi kebutuhan investor. Dengan menyusun struktur baru dengan menambahkan kelas *mezzanine* diantara kelas senior dan kelas junior, dapat memberikan solusi sebagai suatu instrumen investasi yang dapat memberikan *return* yang lebih baik.

Seperti yang telah disampaikan sebelumnya bahwa salah satu kelemahan dari struktur EBA-SP yang ada saat ini adalah terjadinya *prepayment* atau pembayaran lebih awal dari debitur KPR, sehingga *cashflow* EBA-SP menjadi sulit untuk diprediksi dan kemungkinan akan jatuh tempo lebih awal yang akan mengakibatkan hilangnya kesempatan investor untuk mendapatkan imbal hasil yang maksimal. Dalam struktur EBA dengan kelas *mezzanine* tersebut, kelas *mezzanine* digunakan sebagai media penampungan *prepayment* bagi EBA kelas senior, sehingga jadwal pembayaran atas EBA kelas senior menjadi lebih terprediksi. Dari seluruh penerbitan EBA yang ada hingga saat ini, rata-rata angka *Cumulative Prepayment Rate* (CPR) per bulan dari masing-masing EBA berkisar di angka 0,00% hingga 0,78% atau rata-rata keseluruhan berada di angka 0,51%. Hal ini dapat dilihat pada tabel berikut:

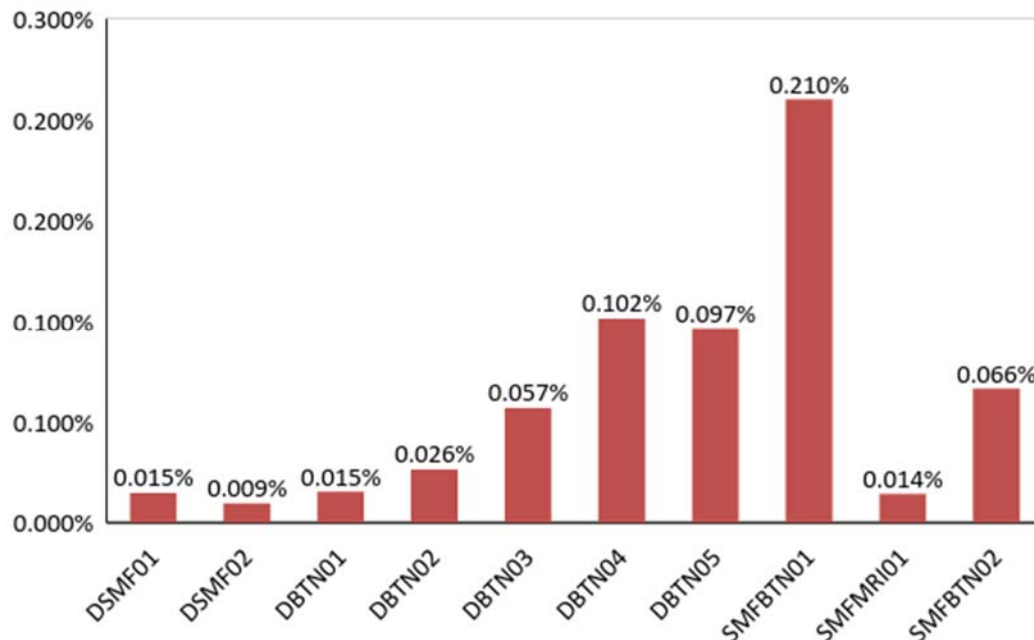


Gambar 2.1: Rata-rata *Cumulative Prepayment Rate*

Dengan laju CPR rata-rata sebesar 0,51% per bulan, dapat diartikan bahwa investor kehilangan kesempatan atas 6,16% atas imbal hasil investasinya setiap tahunnya. Hal ini dapat

dianggap sebagai suatu risiko investasi atas EBA-SP mengingat sifat EBA-SP yang pembayarannya *pass-through* dari debitur KPR. Dengan memasukan kelas *mezzanine* yang berfungsi untuk menampung pembayaran *prepayment* dari debitur KPR sehingga investor kelas senior mendapatkan imbal hasil yang lebih maksimal. Dengan diketahuinya rata-rata *prepayment* dari seluruh EBA-SP secara tahunan, penerbit dapat melakukan alokasi kelas *mezzanine* menyesuaikan dengan tenor EBA-SP yang diterbitkan.

Di samping itu, kelas *mezzanine* juga berfungsi sebagai *buffer* untuk risiko gagal bayar bunga dan pokok dari EBA-SP kelas senior, mengingat kelas *mezzanine* akan menjadi subordinasi dari pembayaran bunga dan pokok dari EBA-SP kelas senior. Meskipun demikian, kelas *mezzanine* masih tergolong aman dikarenakan kelas tersebut juga memiliki subordinasi terhadap kelas junior yang berfungsi sebagai *buffer* awal dari risiko gagal bayar debitur KPR. Tidak seperti EBA kelas senior yang akan mendapatkan dukungan kredit dari penerbit, kelas *mezzanine* tidak memerlukan dukungan kredit. Dari seluruh penerbitan EBA-SP yang ada saat ini, tercatat rata-rata NPL bulanan berkisar diantara 0,009% sampai dengan 0,210% atau rata-rata NPL bulanan dari seluruh penerbitan EBA sebesar 0,061%. Data NPL EBA dapat dilihat pada tabel berikut:

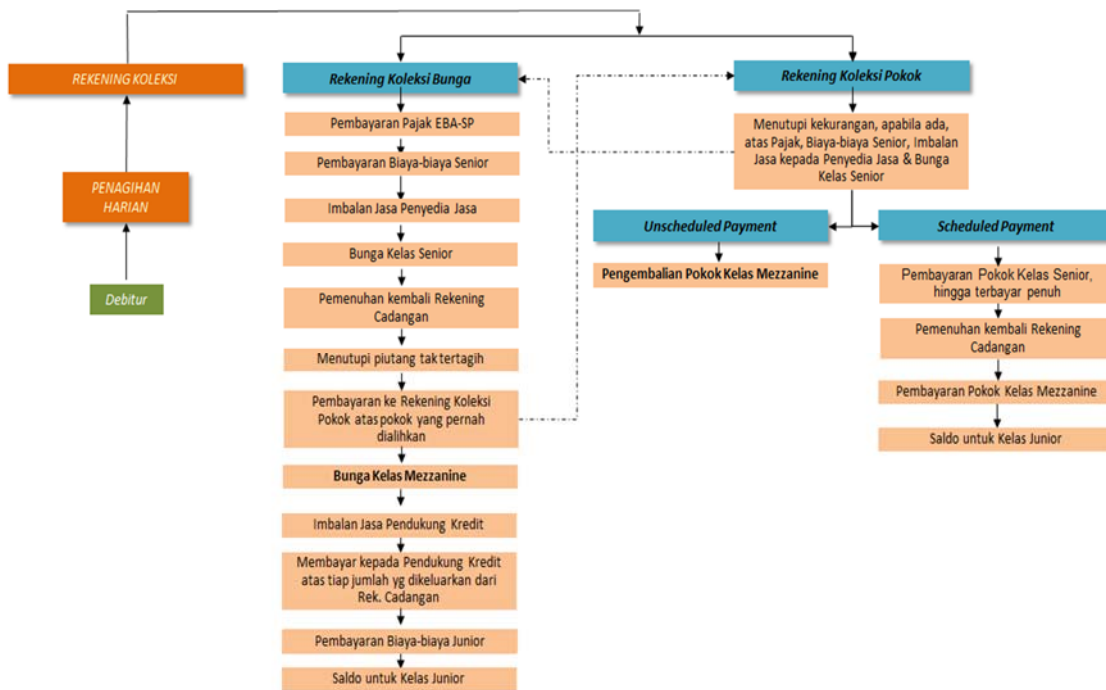


Gambar 2.2: Rata-rata NPL Bulanan

Angka NPL tersebut merepresentasikan kualitas dari *pool* yang menjadi *underlying* dari EBA. Secara tahunan, rata-rata NPL dari seluruh EBA adalah sebesar 0,732%.

1. Skema *Waterfall Payment*

Dalam struktur EBA-SP dengan kelas *mezzanine*, seperti yang telah disampaikan sebelumnya kelas *mezzanine* akan digunakan sebagai mitigasi risiko atas dua hal yakni risiko kredit (*default*) dan risiko *prepayment* yang mengakibatkan tidak maksimalnya imbal hasil yang diterima oleh investor. Dalam rangka memitigasi risiko tersebut, maka skema *waterfall payment* atas kelas *mezzanine* EBA-SP adalah sebagai berikut:



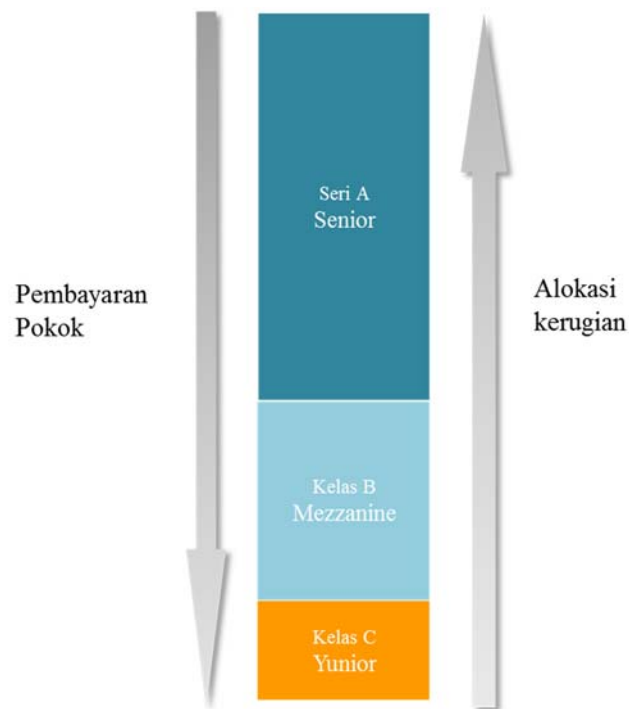
Gambar 2.3: Skema *Waterfall Payment*

Dari *waterfall payment* seperti yang telah digambarkan diatas, dapat dilihat bahwa bunga kelas *mezzanine* dibayarkan setelah bunga kelas senior lunas dibayarkan. Hal ini dilakukan dalam rangka melindungi risiko atas kelas senior. Sedangkan dalam rekening koleksi pokok, untuk rekening koleksi atas pokok yang sesuai dengan jadwal pembayarannya, maka akan dialokasikan langsung kepada investor EBA-SP kelas senior. Di sisi lain, untuk pembayaran pokok yang tidak sesuai jadwal atau *prepayment*, akan diterima oleh kelas *mezzanine* sebagai suatu mitigasi risiko atas

risiko *prepayment*. Dengan skema *waterfall* yang seperti demikian, risiko CPR dapat ditekan dengan kelas *mezzanine*.

2. Skema Alokasi Risiko (Subordinasi)

Dalam struktur EBA-SP terbaru, kelas *mezzanine* berada di antara kelas senior dan junior dimana pembayarannya dilakukan setelah pembayaran kewajiban atas EBA-SP senior terpenuhi. Dengan skema tersebut, dapat dikatakan bahwa alokasi risiko diterima lebih dahulu oleh EBA-SP junior, kemudian EBA-SP *mezzanine*, dan yang terakhir menerima risiko adalah EBA-SP senior. Untuk lebih jelasnya, skema alokasi risiko atas EBA-SP dengan kelas *mezzanine* adalah sebagai berikut:



Gambar 2.4: Skema Alokasi Risiko

Dengan demikian, struktur baru memberikan perbedaan pada alokasi risiko, dimana pada struktur sebelumnya, penyangga kerugian terdapat hanya sebesar porsi kelas junior, namun dengan adanya penambahan kelas *mezzanine* pada struktur baru, maka batas penyangga kerugian menjadi diperlebar tidak hanya pada besarnya kelas junior tetapi juga kelas *mezzanine* sehingga instrumen keuangan EBA-SP dinilai akan lebih *secured* dan lebih menarik untuk diperdagangkan di pasar modal.

KESIMPULAN

Restrukturisasi Efek Beragun Aset berbentuk Surat Partisipasi (EBA-SP) dari kelas senior dan junior menjadi kelas senior, *mezzanine*, dan junior diharapkan dapat memberikan pilihan lebih kepada investor dalam berinvestasi EBA-SP. Investor dapat memperoleh EBA-SP berdasarkan tingkat risiko dan tingkat *yield* yang diharapkan. Dari segi kualitas kredit, EBA-SP merupakan instrumen investasi yang relatif aman dibandingkan dengan surat utang lainnya karena memiliki rating AAA dan dijamin oleh tagihan atau piutang. EBA-SP juga sangat cocok untuk investor dana jangka panjang karena tidak terdapat risiko perantara. Selain itu, arus kas yang relatif dapat diperkirakan karena timbul dari tagihan yang dibayar secara periodik oleh debitur dari kreditur asal juga menjadi salah satu pertimbangan penting bagi investor. Meskipun demikian, dari sisi investor, imbal hasil yang kompetitif juga menjadi salah satu pertimbangan untuk berinvestasi. Adanya restrukturisasi EBA-SP berupa penambahan kelas *mezzanine* akan menambah pilihan bagi investor untuk menyesuaikan pilihan investasinya dengan portofolio investasi yang diharapkan. Dengan demikian, restrukturisasi EBA-SP akan menjadikan instrumen ini lebih diminati di pasar modal dan menarik investor yang lebih beragam untuk berinvestasi.

Selain itu, dengan adanya struktur EBA-SP baru dengan kelas yang memiliki imbal hasil lebih kompetitif dari yang ada sekarang, diyakini akan menarik lebih minat investor dalam berinvestasi. Dengan lebih maraknya transaksi EBA-SP di pasar modal, maka manfaat tidak hanya akan dirasakan investor sebagai pelaku investasi tapi juga perbankan sebagai originator karena dapat menyalurkan KPR nya lebih banyak lagi, dan pada akhirnya fungsi PPSP dalam mengalirkan dana jangka panjang bagi penyaluran KPR dapat lebih ditingkatkan.

Restrukturisasi EBA-SP merupakan inovasi yang layak dilakukan mempertimbangkan beberapa hal berikut: 1) klasifikasi struktur EBA sudah umum dan berhasil dilakukan di negara lain seperti Jerman; 2) kebutuhan akan alternatif pendanaan sektor infrastruktur utamanya infrastruktur perumahan masih mutlak diperlukan; 3) diversifikasi instrumen pasar modal bagi pilihan investor untuk berinvestasi masih perlu ditingkatkan.

Meskipun demikian, negosiasi para pihak yang terlibat dalam mekanisme sekuritisasi perlu dilakukan mengingat restrukturisasi EBA-SP yang dilakukan akan mengubah besaran *return/yield* yang diberikan kepada investor. Selain itu, restrukturisasi EBA-SP akan lebih dirasakan manfaatnya apabila volume maupun frekuensi sekuritisasi lebih banyak dilakukan. Oleh karenanya, peran pemerintah baik berupa regulasi maupun insentif multak diperlukan.